



# スパークス東方投資見聞録

第5号

発行日:2008年1月31日

## 株式市場の下落局面で活躍するヘッジファンド

### ハイライト:

- 世界同時株安で始まった2008年
- ファンド・オブ・ヘッジファンドにおける分散投資
- 商品系ヘッジファンド“M”
- 今後の展望

### 世界同時株安相場が始まった2008年

2008年は金融市場にとっては波乱の幕開けとなりました。世界的な株安の流れを受けてアジアの各市場も株安の猛威に見舞われ、大幅に下落しました。今回のアジア市場の急落は、米国のサブプライム・ローン問題や米国経済の景気後退懸念などを発端に世界的に投資家心理の冷え込みの連鎖が生じ、米国経済に左右されやすいとされるアジア市場が影響を受けた結果と言えます。米国の緊急利下げなどで極端なリスク回避(投売りなど)の行動はいったん収束していますが、やはり、2008年は一筋縄ではいかない市場展開となりそうです。

しかし、どんなに市場環境が悪化しても中長期的に安定したリターンを獲得することがヘッジファンドに期待されている役回りです。今回は、このような市場環境下で、私どもがどのような投資行動をとっているかについて少し詳しく説明させていただきたいと思えます。

### ファンド・オブ・ヘッジファンドにおける分散投資

「数あるヘッジファンドの中から、質の高いヘッジファンドをいくつか選びだし投資をする。」簡単に言えば私どもの様なファンド・オブ・ヘッジファンドのやっていることはこうなります。しかし、一口にヘッジファンドと言っても現在世界には1万を超えるヘッジファンドが存在し、しかも様々なタイプのヘッジファンドがあります。そして、それぞれのタイプのヘッジファンドには、リターンを上げやすい(得意とする)相場環境やリターンを上げにくい(不得意とする)相場環境があります。例えば、一般的にもよく知られている株式ロングショート戦略を用いるヘッジファンドは、多くの場合ある程度の市場相関性が認められます。したがって、例えば私どもが株式ロングショート戦略を用いるヘッジファンドだけを選んで投資した場合、現在のような世界同時株安相場などといった環境下では、やはりリターンの下落を回避しきれない部分が出てきます。

では、どの様にすればよいのでしょうか。それぞれに特性の異なる複数のヘッジファンドに分散投資する、というのが私どもの答えです。更に、分散投資に加えて、相場環境に合わせて適したタイプのヘッジファンドの組み入れを増やすなど、積極的な資産配分を行うことにより収

益機会を捉えやすくするといったアクティブ運用を行います。具体的には、私どもは昨年の後半より、株式市場の変動性(ボラティリティ)が高まる市場環境が到来することを想定し、それまで強気のスタンスを取ってきた株式ロングショート戦略からの分散を図り、ボラティリティの上昇を捉えてリターンを上げることのできるボラティリティ・アービトラージ戦略や株式市場とは相関性が低い市場を投資対象とするヘッジファンドへの投資配分を高めてきました。前者のボラティリティ・アービトラージ戦略については以前(第1号)にも取り上げましたので、今回は後者の分類に属するヘッジファンドを一つご紹介したいと存じます。

### 商品系ヘッジファンド“M”

今回ご紹介するのは、商品市場に特化したヘッジファンド“M”(仮称)です。商品市場は株式や債券などの資本市場とは全く異なった市場であり、現物商品の需給関係によって相場が決まるため、株式・債券・金利などの資本市場とは原則的には低相関の市場です。もちろん、市場間で投機的な資金の流れが起こりますので、全く無相関とは言えませんが、経験則的には相関性は非常に低いと言えます。このヘッジファンドは、世界最大の穀物商社カーギルの元商品トレーダー2人が創設したヘッジファンドであり、トレーダーの一人はシンガポール、もう一人はスイスのジュネーブに拠点を構えて運用を行っています。この2人のトレーダーはそれぞれ穀物・エネルギー分野で20年以上のトレーディング経験をもつ大ベテランです。数ある商品系ヘッジファンドの中で、このヘッジファンドの特徴はアジアに拠点をもち、現在の商品市場に大きなインパクトを有するアジアの需給関係の調査が行えるところにあります。アジアには、小麦やトウモロコシといった穀類の世界有数の産地であるオーストラリアや、ゴムやパーム椰子(パーム油の原料)の産地である東南アジア諸国がある一方で、食物や原材料の世界最大級の消費地となりつつある中国やインドといった国々があり、商品市場を語る上でアジアの重要性は以前にも増えています。私どもは、このヘッジファンドのアジア市場での強みと運用者の経験に着目し、ポートフォリオの中における分散効果も考慮に入れて昨年後半から投資を始めました。

### マーケット:

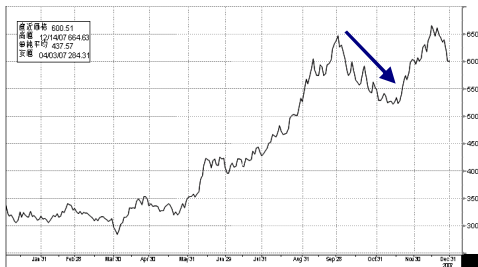
騰落率	12月	年初来
TOPIX	-3.67%	-12.22%
日経225	-2.38%	-11.13%
香港	-2.90%	39.31%
上海	8.00%	96.66%
深セン	17.04%	162.81%
台湾	-0.93%	8.72%
韓国	-0.47%	32.25%
オーストラリア	-2.96%	11.82%
インド	6.52%	54.77%
シンガポール	-1.11%	16.63%
マレーシア	3.44%	31.82%
タイ	1.38%	26.22%
インドネシア	2.14%	52.08%
ニュージーランド	-0.53%	-0.35%
フィリピン	1.20%	21.43%
パキスタン	0.56%	40.20%
スリランカ	-0.75%	-6.66%
MSCIアジア	-2.55%	12.28%
MSCIアジア (日本除く)	-1.33%	33.31%

\*上記マーケット騰落率に使用している株価指数の詳細については次頁注書きをご参照下さい。

## 株式市場の下落局面で活躍するヘッジファンド(つづき)

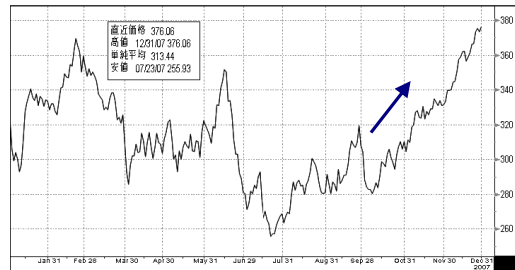
では、この商品系ヘッジファンドでは、どのような取引から収益を上げようとしているのでしょうか？“M”ファンドでは、商品の需要と供給を調べ上げ、実態価格と市場価格に乖離が生じていると思われる投資機会に投資を行います。株式投資でも同じですが、実態的な価値に着目したこのような投資スタイルをファンダメンタル重視と呼びます。例えば、2006年にオーストラリアで干ばつが生じ、小麦相場が高騰しました。オーストラリアは世界でも有数の小麦生産地であり、供給の縮小が価格の高騰につながりました。“M”ファンドでは、この小麦価格の高騰を背景に翌年の2007年には多くの農家がトウモロコシからより高い収益が見込める小麦へ作付けを切り替えたことに着目しました。そして、小麦の需要は大きく変わっていないのに供給は増え、逆にトウモロコシはバイオエタノールなど代替燃料の需要の高まりに応じて需要が急速に拡大しているのに供給は減りました。この需要と供給のバランスについて綿密な調査を行い、小麦の価格は下落し、トウモロコシの価格は上昇すると判断した“M”ファンドは、小麦先物をショート(空売り)し、トウモロコシ先物をロング(買い持ち)したのです。この取引の結果は皆さんのご想像にお任せするとして、この様に商品系のヘッジファンドでは、株式などの資本市場とは全く異なる要因で動く市場を投資対象としているため、原則として資本市場とは相関性が低いのです。

小麦の代表的指数(2007年1月-2007年12月)



出所:Bloomberg (S&P GSCI WHEAT INDEX SPOT CME)

トウモロコシの代表的指数(2007年1月-2007年12月)



出所:Bloomberg (S&P GSCI CORN INDEX SPOT CME)

### 今後の展望

2008年は米国の景気減速懸念やサブプライム問題といった不安材料が資本市場には重くのしかかっている状態と言えます。その中で、過去2年間の過熱気味であった相場も関係しているのか、アジア市場も大きく売られています。米国の緊急利下げを受けて極端なリスク回避(投売りなど)の行動はいったん収束したと言えますが、景気後退懸念やサブプライム問題は依然として払拭されておらず、今後も米政府の景気刺激策やサブプライム問題の行方からは目が離せない状況と言えるでしょう。私どもは、アジアの中長期的な成長は続くと考えていますが、今年の課題は短期的な市場の調整に影響されずに、いかに安定したリターンを持続させるかという点にあると言えます。この観点から、昨年後半より上記でご紹介したようなヘッジファンドの組み入れを増やして来ました。今後も、このスタンスを継続し、収益機会をより分散して、中長期的に安定したアジアの高成長を捉えていくという運用目的を達成すべく、市場動向を注視し堅実な運用に邁進してまいります。

(スパークス・インターナショナル(香港)リミテッド)

当資料は、スパークス・アセット・マネジメント株式会社 がアジアの経済やヘッジファンド業界の情報を提供するために、スパークス・インターナショナル(香港)リミテッドの協力により作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。この資料は特定のファンドもしくは個別銘柄への投資勧誘を目的としたものではありません。当社およびスパークス・インターナショナル(香港)リミテッドとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものでなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・インターナショナル(香港)リミテッドに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。

ホームページもご覧下さい。  
<http://www.spargroup.com>

© 2008 SPARX International (Hong Kong) Limited

\*前頁のマーケット騰落率に使用している株価指数の詳細は次の通り。TOPIX: 東証株価指数、日経225: 日経平均株価、香港: HANG SENG INDEX、上海: SHANGHAI STOCK EXCHANGE COMPOSITE INDEX、深セン: SHENZHEN STOCK EXCHANGE COMPOSITE INDEX、台湾: TAIEX INDEX、韓国: KOSPI INDEX、オーストラリア: S&P/ASX 200 INDEX、インド: NSE S&P CNX NIFTY INDEX、シンガポール: STRAITS TIMES INDEX、マレーシア: KUALA LUMPUR COMPOSITE INDEX、タイ: STOCK EXCHANGE OF THAI INDEX、インドネシア: JAKARTA COMPOSITE INDEX、ニュージーランド: NZX 50 FF GROSS INDEX、フィリピン: PSEI - PHILIPPINE STOCK EXCHANGE INDEX、パキスタン: KARACHI 100 INDEX、スリランカ: SRI LANKA COLOMBO ALL SHARES、MSIアジア: MSCI AC ASIA PACIFIC、MSIアジア(除く日本): MSCI AC ASIA PACIFIC EX-JAPAN

## 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式、公社債および不動産投資信託証券などの値動きのある証券等に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではなく、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等を要因として、基準価額の下落により損失が生じ、投資元本を割り込むことがあります。

ロング・ショート戦略のファンドは売建て(ショート・ポジション)取引を行いますので、売建てた株式が値上がりした場合、基準価額が下落する要因となります。また、ロング・ポジションおよびショート・ポジションの双方が誤っていた場合、双方に損失が発生するために、通常の株式投資信託における損失よりも大きくなる可能性があります。

また、ファンドオブファンズ戦略のファンドは、パフォーマンス連動債の発行体に対する信用リスクや、新興国市場への投資リスク、レバレッジの利用によるリスク等、ファンドオブファンズ戦略に特有のリスクも伴います。

上記は投資信託に係るリスクの一部を記載したものであり、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、お申込みの際は投資信託説明書(目論見書)および目論見書補完書面の内容をよくお読みください。投資信託は、預金商品、保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。登録金融機関は、投資者保護基金には加入しておりません。投資信託の設定・運用は、投資信託委託会社が行います。

## 追加型公募投資信託に係る費用について

スパークス・アセット・マネジメント株式会社における追加型公募投資信託に係る費用の上限は以下のとおりです。

### ●直接ご負担いただく費用

申込手数料	: 上限3.15%(税込)
解約手数料	: なし
信託財産留保額	: 上限0.5%

### ●投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

信託報酬	: 上限1.995%(税込)
実績報酬(※)	: ファンドにより、実績報酬がかかる場合があります。

※実績報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

## ご留意事項

上記に記載しているリスクや費用の項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、スパークス・アセット・マネジメント株式会社が設定・運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なります。

投資信託の取得のお申込みをする場合には、販売会社から投資信託説明書(目論見書)および目論見書補完書面をあらかじめお渡ししますので、必ずお受取りになり、投資信託説明書(目論見書)等の内容をよくお読みいただいた上、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

スパークス・アセット・マネジメント株式会社  
 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第346号  
 (社)投資信託協会会員 (社)日本証券投資顧問業協会会員